

الأسواق الحدودية، الخطوة التمهيديّة لدخول نادي الأسواق الناشئة: حالة بورصة الكويت

Frontier Markets, the First Step to Enter Emerging Markets: Kuwait Stock Exchange Case

ساعد غنية¹، د. سحنون جمال الدين²

¹ جامعة حسية بن بوعللي بالشلف، ghania_saad@hotmail.fr

² المركز الجامعي بتسمسيت، djamelahnoun69@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2018/12/30

تاريخ القبول: 2018/12/11

تاريخ الاستلام: 2018/9/15

الملخص:

تهدف هذه الورقة إلى دراسة مدى جاهزية السوق المالي الكويتي لترقيته لسوق ناشئ وفق مؤشر MSCI، باعتباره أهم سوق حدودي خاصة بعد ترقية كل من أسواق الامارات العربية المتحدة وبورصة قطر في جوان 2014، ثم باكستان في ماي 2017، والأرجنتين أفاق ماي 2019، ما فصح مجال أمام ارتفاع وزن السوق الكويتي في مؤشر الأسواق الحدودية، وقيام السلطات الكويتية بإدخال بعض التعديلات على السوق تؤهله بذلك لترقية مستقبلية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق الحدودية، بورصة الكويت، ترقية أسواق الامارات العربية المتحدة وبورصة قطر، مؤشر MSCI

Abstract:

This paper aims to study the extent to which Kuwait's financial market is ready to be upgraded to an emerging market, according to the MSCI index, as the most important frontier market, especially after the promotion of both the United Arab Emirates and the Qatar Stock Exchange in June 2014, and Pakistan in May 2017, and Argentina in the horizon of May 2019, allowing for a rise in the weight of the Kuwaiti market in the frontier markets index and the Kuwait authorities is making some adjustments to the market.

Keywords: Frontier Markets, Kuwait Stock Exchange, upgrading United Arab Emirates markets and Qatar Stock Exchange, MSCI index

Jel Classification: E44, G15

المؤلف المرسل: ساعد غنية، الإيميل: ghania_saad@hotmail.fr

1. مقدمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية من ضروريات الحياة الاقتصادية، لما لها من قدرة على تمويل وتنشيط الاقتصاد، إذ تقوم بتجميع وتوجيه الادخار لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، وبالتالي فهي تعتبر ذات أهمية كبيرة في تطوير اقتصاديات الدول، ولهذا ظهرت الحاجة لتطوير هذه الأسواق حتى تتمكن من قيام بوظيفتها على أحسن وجه.

ولقد كانت المفاهيم السابقة تصنف الأسواق المالية وفق درجة تطورها إلى أسواق مالية متطورة وأخرى ناشئة، ولكن مع مرور الوقت لم يعد هذا التقسيم يفي بتطلعات واحتياجات المستثمرين بسبب بروز فرص استثمارية مغرية في أسواق مالية أخرى ليست مصنفة في فئتين السابقتين ولا تستوفي كذلك شروط الإدراج ضمنها، ما أدى إلى استحداث فئة أخرى إلى جانب فئتين السابقتين من الأسواق، وهو ما يعرف حالياً بالأسواق الحدودية Markets Frontier، ويعتبر مؤشر MSCI أول من أطلق مؤشر الأسواق الحدودية في 2007، ثم تبعه في ذلك كل من مؤشر Standard & Poor's و FTSE Russell، وكل من هذه المؤشرات يعتمد على معايير محددة في تصنيف الأسواق الحدودية، كما أن شروط الانضمام للأسواق الحدودية تعتبر ميسرة بالمقارنة مع متطلبات الانضمام للأسواق الناشئة، ومنذ استحداث هذه الفئة من الأسواق في 2007، والذي يعتبرها البعض كتمهيد لدخول الأسواق الناشئة، لم يتم مؤشر MSCI برفع أي سوق إلى مرتبة الأسواق الناشئة مروراً من هذه الفئة، على الرغم من وجود أكثر من سوق تتمتع بصفات الأسواق الناشئة على غرار أسواق دول مجلس التعاون الخليجي وذلك إلى غاية جوان 2014، أين تم ترقية أسواق الإمارات العربية المتحدة وبورصة قطر إلى فئة الأسواق الناشئة، الشيء الذي شجع بقية الأسواق الأخرى على تطوير أسواقها للحصول على ترقية مماثلة من هذه المؤشرات، ومن خلال ما سبق يمكن طرح السؤال الآتي:

ما هي أهم الخطوات التي تسعى بورصة الكويت للقيام بها لترتقي بها إلى فئة MSCI الأسواق

الناشئة مروراً بفئة الأسواق الحدودية؟

ويندرج تحت هذا السؤال، مجموعة من الأسئلة الفرعية على النحو الآتي:

- ما المقصود بفئة الأسواق الحدودية، وما هي أهم مميزاتها؟
- ما تأثير خروج الأسواق التي تمت ترقيتها على مؤشر MSCI للأسواق الحدودية؟
- ما هي الأسواق الحدودية الأخرى التي استوفت شروط الإدراج في فئة الأسواق الناشئة؟

1.1. أهمية البحث: لقد استطاعت العديد من الأسواق المالية الترقية لفئة الأسواق الناشئة بعد إدراجها في مؤشر الأسواق الحدودية، ومن هنا تتبع أهمية البحث في معرفة مدى جاهزية بورصة الكويت لاحتمال إعادة تصنيفه كسوق ناشئ وفق مؤشر MSCI، باعتباره أهم سوق حدودي.

2.1. أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

- معرفة مميزات الأسواق الحدودية؛
 - معرفة أهم التغيرات التي طرأت على مؤشر الأسواق الحدودية منذ نشأته؛
 - معرفة أهم التحولات والإصلاحات التي طرأت على السوق الكويتي للاستفادة من ترقية مستقبلية.
- 3.1. المنهج المستعمل:** للإجابة على الإشكالية محل البحث تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي، من خلال أداة الوصف لتعرف على مفهوم الأسواق الحدودية ومميزاتها، والتحليل من خلال التطرق لتغيرات التي طرأت على مؤشر MSCI للأسواق الحدودية عند ترقية بعض الأسواق المكونة له.

4.1. هيكل البحث: للإجابة على السؤال محل البحث، ومن أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة، تم

تقسيم الموضوع إلى المحاور التالية:

- تعريف الأسواق الحدودية؛
- مميزات الأسواق الحدودية ؛
- التغيرات التاريخية التي طرأت على مؤشر MSCI للأسواق الحدودية؛
- الخطوة القادمة لمؤشر MSCI ترقية السوق المالي الكويتي.

2. تعريف الأسواق الحدودية: عند بداية ظهور هذه الفئة من الاسواق قدمت لها العديد من التعاريف نذكر منها:

- "أسواق صغير نسبيا أي تمتاز برسمة سوقية صغيرة وليست سائلة حتى بمفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة وتكون المعلومات فيها غير متاحة واكل وفرّة من الأسواق الأخرى" (Yanitsa, 2013, p21)؛

- "تعتبر الأسواق الحدودية بالنسبة للعديد من المستثمرين غير مكتشفة بعد، وذلك لأنها توجد ضمن الاقتصاديات في مراحل مبكرة من التنمية الاقتصادية وأسواق رأس المال غير متطورة كفاية، وتتماز بمستويات أقل من السيولة وقليلة الشفافية بالمقارنة مع الأسواق الناشئة، غير أن هذه الأسواق الجديدة تمثل فرص استثمارية جذابة لهم إلى غاية أن تصل أسواق أسهمها إلى اتساع وعمق أكبر" (Rahwa, 2015, p1)؛

- "تتمثل في الأسواق التي فتحت المجال أمام المستثمرين الأجانب ولكنها تمتاز بحجم وسيولة غير كافيين من وجهة نظر المؤشرات التي تعنى بتصنيف الأسواق المالية مثل MSCI وغيرها وبالتالي تعتبر غير مؤهلة للانضمام إلى فئة الأسواق الناشئة" (Adnan & Cedric, 2015, p10)؛

- "الأسواق الحدودية تعتبر الأسواق الناشئة المستقبلية The Emerging Markets of tomorrow، وهذه الأسواق توفر العديد من المزايا للمستثمرين ولكن العقبات التي تواجهها مثل انخفاض السيولة فيها وعدم تطور أسواق رأس المال بها وعدم الاستقرار السياسي بما تحد من إمكانية الاستثمار فيها" (Yanitsa, 2013, p05)؛

- "تتمثل في تلك الأسواق التي تعتبر غائبة عن استثمارات المستثمر المؤسساتي الدولي والذي لم يخصص لها جزء من استثماراته، والتي تتواجد في دول تمتاز بمعدلات نمو اقتصادية مرتفعة ولكن تمتاز أسواقها المالية بصغر الحجم وضعف السيولة فيها" (FTSERUSSELL, 2014, p01).

فمن خلال ما سبق، يمكن القول بأن الأسواق المالية الحدودية تتمثل في الأسواق التي شرعت في القيام بإصلاحات جذرية بهدف تأهيل السوق وجعلها محط أنظار المستثمرين الأجانب، ولكنها لم تصل

بعد إلى مرحلة النضج والتي تؤهلها لفئة الأسواق الناشئة، كما تدرج تحت هذه الفئة تلك الأسواق التي جرى تخفيض رتبها من فئة الأسواق الناشئة بسبب إخلالها بشروط الإدراج في هذه الفئة؛ فالأسواق الناشئة، تتمثل في "تلك الأسواق التي تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي وأن يكون رأس مال القابل للاستثمار فيها منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام" (سامية زيطاري، 2004، ص44)؛

ونلاحظ من خلال هذا التعريف أن مؤشر Standard & Poor's كان يعتمد إلى غاية 1995 لتحديد الأسواق المالية الناشئة على المعيار الذي وضعه البنك الدولي لتصنيف الاقتصاديات المتوسطة وضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات كناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل، إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير مفيدة، فالاعتماد على الدولار لحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحضير الإحصاءات الخاصة بالناتج المحلي الخام تأخذ الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة، ولتجاوز هذا الضعف لجأ مؤشر Standard & Poor's إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاثة الأخيرة أقل من العتبة لكي يدرج البلد ضمن قائمة الدول الناشئة (سامية زيطاري، 2004، ص 45)؛

والشرط الثاني لتحديد لأسواق الناشئة بالنسبة لمؤشر Standard & Poor's يتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس مال الشركات الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه، وعليه تكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ 25% الأولى من الأسواق المصنفة وفق هذا المعيار وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، ويرى من خلال هذا الشرط لـ Standard & Poor's أنه يركز على مدى انفتاح السوق للاستثمارات الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدودا للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار

حالة بورصة الكويت

الأجنبي، مراقبة رأس المال، تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق وسن تشريعات تقيد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي، تعتبر عموماً أسواقاً ناشئة (رشيد بوكساني، 2006، ص161)؛ وتجدر الإشارة إلى أنه، عند ظهور فئة الأسواق الحدودية لأول مرة وحسب MSCI كانت تتضمن أربعة عشر سوقاً، بالإضافة إلى سوق المال الأردني الذي كان MSCI يجري عليه مراقبة لإعادة تصنيفه كسوق حدودي في غضون العام الذي تلا إنشاء هذا المؤشر أي في 2008، بسبب إخلاله بمتطلبات الإدراج في فئة الأسواق الناشئة، في حين كان هذا المؤشر يضم 24 و20 سوق حسب كل من S&P و FTSE على التوالي، كما أن هذه المؤشرات قامت باستثناء الأسواق المالية المتواجدة في دول مجلس التعاون الخليجي، ⁱⁱ GCC بسبب أن أسواقها مالية تعتبر جد متطورة مقارنة مع الأسواق التي سيتم إدراجها في هذه الفئة، كما أن أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تنتمي لفئة دخل مرتفعة تضاهي بذلك أو تفوق بعض الدول المدرجة في فئة الأسواق الناشئة، كما أن MSCI كان يفكر في رفع تصنيف هذه الأسواق إلى مرتبة الأسواق الناشئة في غضون العام الذي يلي إنشاء هذا المؤشر (باستثناء السعودية بسبب محدودية انفتاح السوق على الأجانب) أي في 2008 (Andrew & Erik, 2008, p08)، والجدول الموالي يبين لنا الأسواق الحدودية حسب كل مؤشر وهذا عند إطلاق المؤشر لأول مرة:

الجدول رقم (01): قائمة الأسواق المالية حسب كل مؤشر عند تأسيس مؤشر الأسواق الحدودية

المنطقة	السوق	MSCI	S&P/IFC	FTSE
أوروبا	بلغاريا	حدودية	حدودية	حدودية
	كرواتيا	حدودية	حدودية	حدودية
	قبرص			حدودية
	استونيا	حدودية	حدودية	حدودية
	لاتفيا		حدودية	
	لتوانيا		حدودية	حدودية
	مقدونيا			حدودية

	رومانيا	حدودية	حدودية	حدودية
	صربيا			حدودية
	جمهورية سلوفاكيا		حدودية	حدودية
	سلوفينيا	حدودية	حدودية	حدودية
	أوكرانيا	حدودية	حدودية	
الشرق الاوسط وافريقيا	بتسوانا		حدودية	حدودية
	كوت ديفوار		حدودية	حدودية
	غانا		حدودية	
	الاردن	ناشئة	ناشئة	حدودية
	كينيا	حدودية	حدودية	حدودية
	لبنان	حدودية	حدودية	
	موريتانيا	حدودية	حدودية	حدودية
	ناميبيا		حدودية	
	نيجيريا	حدودية	ناشئة	حدودية
	تونس	حدودية	حدودية	حدودية
آسيا	بنغلادش		حدودية	حدودية
	كزاخستان	حدودية	حدودية	
	سريلانكا	حدودية	ناشئة	حدودية
	فيتنام	حدودية	حدودية	حدودية
أمريكا	أكوادور		حدودية	
	جامايكا		حدودية	
	بنما		حدودية	
	ترينداد وتوباغو		حدودية	

Source: Andrew Howell and Erik Hegedus (2008), *Investing in Frontier Markets*, Citi Investment Research, Citigroup Global Markets Inc, p09.

وما يلاحظ كذلك على هذه الفئة من الأسواق، أن انشائها تزامن مع تباطؤ معدلات نمو الاقتصاد العالمي، وكذلك ارتفاع معدلات الفائدة، كما أن أسواق الأسهم العالمية شهدت في هذه الفترة تراجعاً قراية العام، بسبب تداعيات أزمة الرهن العقاري (Andrew & Erik, 2008, p06).

3. مميزات الأسواق الحدودية:

استناداً إلى ما سبق، يمكن القول بأن الأسواق الحدودية تتميز بمجموعة من الخصائص تنفرد بها عن الأسواق المالية الناشئة، يمكن إيجازها فيما يلي (James, 2015, p12/MSCI Barra, 2015, 2007/FTSERUSSELL, 2014, pp01-03/Andrew & Erik, 2008, pp12-13/Yanitsa, 2013, p22)

- تتميز معظم الأسواق المالية الحدودية بأنها في المراحل الأولى من إنشائها؛
- انخفاض السيولة بالإضافة إلى قلة الأسهم القائمة فيها؛
- تتواجد فيها شركات ذات رسملة سوقية صغيرة، كما أنها تحتوي على عدد محدود من الشركات ذات الرسملة السوقية المتوسطة والمرتفعة؛
- وجود عدد كبير نسبياً من الأوراق الغير السائلة التي قد تخيف المستثمرين من التوجه للاستثمار فيها بسبب المخاطر المحتملة؛
- وجود عدد قليل من المستثمرين بها؛
- معدلات نمو اقتصادي عالية، حيث ترجع ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في الأسواق الحدودية أساساً إلى العوامل الثلاثة التالية: تزايد السكان والموارد الطبيعية، نمو متوسط الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الاستثمار في الهياكل الأساسية، الإنفاق الاستهلاكي المحلي؛
- أهم القطاعات الموجودة في الأسواق الحدودية تتمثل في القطاعات المالية، الاتصالات؛
- المخاطر السياسية بسبب الأنظمة الديكتاتورية في بعض الدول؛

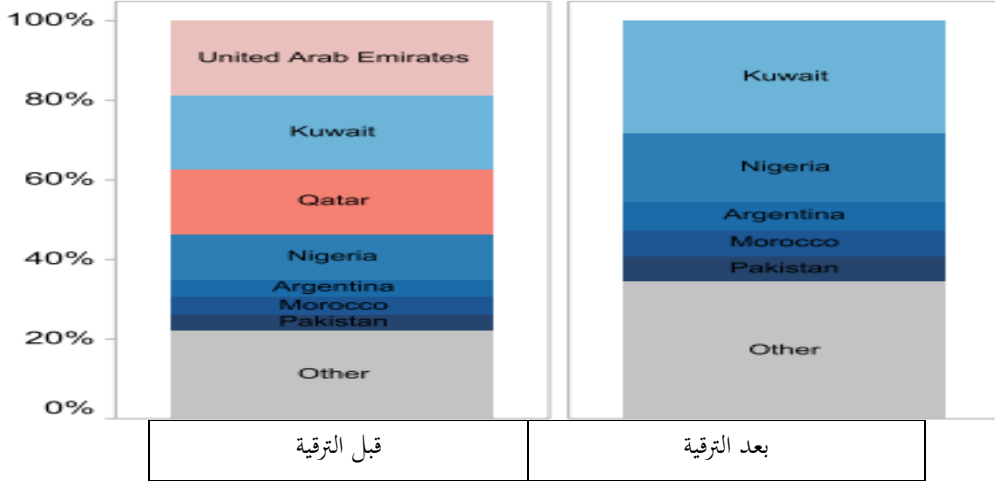
- الأسواق الحدودية تعتبر الجيل القادم من الأسواق الناشئة the next generation of the emerging markets حيث تتوفر على إمكانية الترقية إلى الأسواق الناشئة؛
- التصنيع، حيث اعتبرت هذه الخاصية أحد الفروق الرئيسية بين الأسواق الناشئة والحدودية، والتي تمتاز بسرعة تنمية قطاع الصناعات التحويلية؛
- درجة الانفتاح الاقتصادي والمعبر عنها بنسبة الصادرات والواردات من إجمالي الناتج المحلي فيها مرتفعة جدا بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة؛
- تنتمي إلى فئات الدخل منخفض/متوسط؛
- تنطوي على مخاطر كبيرة للمستثمرين وبالتالي تعتبر غير ملائمة للمستثمرين المبتدئين؛
- تمتاز بارتفاع معدلات الضرائب والعمولة والتداول الغير نظامي؛
- وجود عوائق تحد من الاستثمار فيها بسبب وجود قيود على رأسمال، سعر الصرف؛
- تمتاز هذه الأسواق بتفاوت فيها بينها خاصة من ناحية عدد الشركات القائمة، الرسمة السوقية، درجة انفتاح السوق وكذلك درجة تطور البنية التشغيلية لسوق؛
- تدفقات رأس المال الخاص إلى هذه الأسواق محدودة؛
- البنية القانونية والنظام البنكي فيها يمتاز بالحدودية؛
- تمتاز بوجود فرص استثمارية مغرية بسبب إمكانيات النمو المستقبلية التي تمتع بها هذه الأسواق، والتي من المتوقع لها أن تنمو أسرع من باقي الأسواق المالية العالمية؛
- درجة الترابط بين الأسواق المالية الحدودية والأسواق المالية الناشئة أو المتطورة تعتبر ضعيفة، كما أن درجة الترابط بين الأسواق الحدودية فيما بينها كذلك ضعيفة، ما يفسح المجال أمام المستثمرين للاستثمار فيها.

4. التغييرات التاريخية التي طرأت على مؤشر MSCI للأسواق الحدودية:

لقد كان مؤشر MSCI للأسواق الحدودية عند نشأته يحتوي على أربعة عشر سوقاً، وهو يضم 22 سوق حسب تصنيف جوان 2018، ولقد تباينت الأسواق المضافة إليه ما بين أسواق جديدة تم ترقيتها من فئة الأسواق المستقلة والتي استوفت شروط الأسواق الحدودية، ونذكر في ذلك كل من ليتوانيا (2008)، صربيا (2008)، باكستان (2009)، ترينداد وتوباغو (2009)ⁱⁱⁱ، بنغلادش (2010) ودول الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب أفريقيا WAEMU (2016)، أو أسواق تم تخفيض تصنيفها من فئة الأسواق الناشئة، ونخص بذكر كل من الأردن (2008)، الأرحنتين (2009) والمغرب (2013)، كما تم أيضاً تخفيض تصنيف كل من أسواق أوكرانيا وبلغاريا من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق المستقلة في 2015 و2016 على التوالي (<https://www.msci.com/indexes>)، ولقد كانت أسواق الإمارات العربية المتحدة وبورصة قطر أول الأسواق التي يتم رفع تصنيفها من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، منذ إنشاء مؤشر MSCI للأسواق الحدودية في 2007، إذ كانت تشكل بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة حوالي ثلث مؤشر الأسواق الحدودية، حيث كان وزن هذه الأسواق في المؤشر 17% و19% على التوالي، ولهذا فخرج هذين السوقين من المؤشر شكل خسارة كبيرة بالنسبة للمستثمرين الذي يتبعون مؤشر MSCI للأسواق الحدودية في استثماراتهم، ويمكن توضيح هذا من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): هيكل مؤشر MSCI للأسواق الحدودية قبل وبعد ترقية أسواق الإمارات

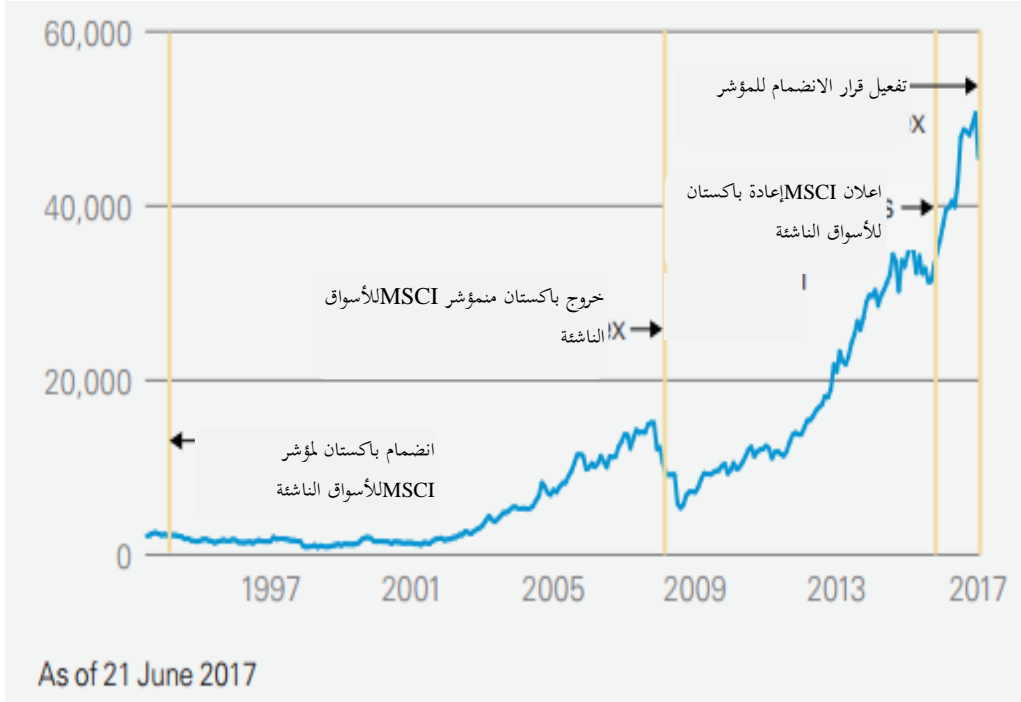
العربية المتحدة وبورصة قطر



Source: Stephen Casciano, (2014), **UAE and Qatar Enter the MSCI Emerging Markets Index: A Guide to the Rebalance Trade, Benchmark Changes and Trading Environment**, Credit Suisse Index Analysis, p05.

كما أعلن مؤشر MSCI في مراجعته السنوية للأسواق في جوان 2016، رفع تصنيف السوق المالي لباكستان الى فئة الأسواق الناشئة مع تفعيل هذا التصنيف في ماي 2017، وتجدر الإشارة الى ان سوق باكستان كانت جزء من مؤشر الأسواق الناشئة منذ 1994، قبل أن يتم تخفيض تصنيفها الى فئة الأسواق المستقلة في جانفي 2009، بسبب تدهور الأوضاع الأمنية عامة في البلاد ما أدى الى غلق سوق كراتشي لبضعة أشهر، ولقد ظلت هذه السوق في فئة الأسواق المستقلة حتى إعادة افتتاحها مرة أخرى ما تطلب إعادة تصنيفها الى فئة الأسواق الحدودية في جوان 2009، ومنذ ذلك وقت اعتبرت سوق باكستان كأحد أقوى الأسواق المالية الحدودية بوزن يقدر بحوالي 8,4%، وارتفاع العوائد ومستوى السيولة فيها مكن البلاد من استيفاء معايير الأسواق الناشئة مرة أخرى (Acadian Asset Management LLC, 2016, p01)؛

الشكل رقم (01): مدى تأثير مؤشر السوق المالي لكراتشي KSE 100 بأحداث MSCI



Source: MSCI Emerging Markets Index Adjustments (2017), Market Update, Lazard Asset Management LLC, p02.

كما أعلن أيضاً مؤشر MSCI في مراجعته السنوية للأسواق جوان 2018، إعادة تصنيف السوق المالي الأرجنتيني الذي يمثل حوالي 23,7%^{iv} من مؤشر الأسواق الحدودية الى فئة الأسواق الناشئة، مع تفعيل هذا التصنيف في المراجعة النصف سنوية للأسواق التي سيجريها في ماي 2019، وسيتم ترقية السوق دفعة واحدة وستحظى بوزن يقدر بحوالي 0,6% من مؤشر الأسواق الناشئة (MSCI, March 2018, p07). وتعتبر السوق المالية الأرجنتينية من بين أوائل الأسواق التي تم ضمها لمؤشر MSCI للأسواق الناشئة عند نشأته في 1988^v، ولكن فرض السلطات المالية الأرجنتينية قيوداً على تدفقات رأس المال الأجنبي، جعل MSCI يخفض تصنيف هذا السوق في جوان 2009 إلى فئة الأسواق الحدودية، وبعد أن أزال الأرجنتين الحد الأدنى للفترة التي يجب على المستثمر الأجنبي البقاء باستثماراته في الدولة لتصبح صفر مقابل 365 يوماً، وأيضاً إزالة الحد الأدنى للإيداع الإجباري الذي كان مفروضاً على

المستثمرين الأجانب بنسبة 30% من رأس المال المستثمر، وتسهيل خروج رؤوس الأموال لأجنبية بإزالة الحد الأقصى الذي كان محددًا بواقع 500 ألف دولار (MSCI, June 2016, p04)، ما جعل MSCI يفكر في إعادة مراجعة السوق لاحتمال إعادة تصنيفه كسوق ناشئة منذ جوان 2016، والجدول الموالي يوضح تركيبة مؤشر MSCI للأسواق الحدودية، حسب تصنيف جوان 2018:

الجدول رقم (02): تركيبة مؤشر MSCI للأسواق الحدودية

الاسواق الحدودية				
أمريكا	اوروبا	افريقيا	المشرق	اسيا
الأرجنتين	كرواتيا	كينيا	البحرين	بنغلادش
	استونيا	موريتانيا	الأردن	سريلانكا
	لتوانيا	المغرب	الكويت	فيتنام
	كزاخستان	نيجيريا	لبنان	
	رومانيا	تونس	عمان	
	صربيا	WAEMU		
	سلوفينيا			

Source: <https://www.msci.com/indexes>

5. الخطوة القادمة لمؤشر MSCI ترقية السوق المالي الكويتي

إن ترقية أسواق الإمارات العربية المتحدة وقطر في جوان 2014، ثم رفع تصنيف سوق باكستان في جوان 2017، وقرار رفع تصنيف الأرجنتين لمصاف الأسواق الناشئة أفاق ماي 2019، فسح المجال واسعاً أمام السوق المالي الكويتي للاستفادة من أوزان هذه الأسواق، ما زاد تمثيله في مؤشر الأسواق الحدودية، كما انعكس هذا الأمر أيضاً على أوزان الشركات الكويتية الداخلة في مؤشر MSCI للأسواق الحدودية، حيث تستحوذ ثلاث شركات كويتية والتي تتمثل في بنك الكويت الوطني، بيت التمويل الكويتي وشركة الاتصالات على حوالي 13% من حجم أكبر 10 شركات في مؤشر MSCI للأسواق الحدودية (MSCI, may 2018, po2)، كما استفاد هذا السوق أيضاً من حجم الاستثمارات التي كانت توجه

حالة بورصة الكويت

لأسواق قطر والإمارات وباكستان، حيث اعتبر هذا الأمر بالنسبة لسلطات المنظمة لسوق المال الكويتي كنقطة إيجابية من أجل القيام بإصلاحات عميقة تمس البنية التنظيمية لسوق، من أجل رفع تصنيفها مستقبلاً إلى مصاف الأسواق الناشئة، حيث تم تعديل آلية الحفظ المستقل وتطوير آلية التسليم مقابل الدفع في أبريل 2018، وكذا تم تبسيط إجراءات فتح حسابات المستثمرين وقبول المستندات باللغة الإنجليزية في ماي 2017، بالإضافة إلى إعادة تقسيم السوق إلى 03 مؤشرات تحتوي على أسهم مستقلة في كل مؤشر (فاعور، 2018)، ونتيجة هذه التطورات الإيجابية التي شهدتها السوق المال الكويتي، أعلن MSCI في مراجعته السنوية للأسواق في جوان 2018، أنه سيقوم بمراجعة هذا السوق في جوان 2019 لاحتتمال إعادة تصنيفه كسوق ناشئ، كما تم تحديد الوزن المحتمل للسوق الكويتي في حال الانضمام بـ0.3% (CNBC Arabia, 2018)، وتجدر الإشارة إلى أن السوق الكويتية تمثل حوالي 17,4% من مؤشر الأسواق الحدودية (MSCI, June 2018 A, p09)، وعليه، فالترقية المحتملة لسوق الكويتي وتفعيل تصنيف الأرجنتين في ماي 2019، سيترك تأثيراً واضحاً على مؤشر MSCI للأسواق الحدودية، يمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (03): التشكيلة المحتملة لمؤشر MSCI للأسواق الحدودية

	المؤشر الحالي*		المؤشر المحتمل باستثناء الكويت والأرجنتين**	
	عدد الشركات	الوزن	عدد الشركات	الوزن
الأرجنتين	14	19.26%	0	0.00%
الكويت	17	17.46%	0	0.00%
الفيتنام	17	17.72%	30	28.37%
المغرب	9	7.48%	11	11.63%
كينيا	5	7.02%	5	11.50%
نيجيريا	8	7.00%	10	11.46%
بنغلادش	17	5.94%	22	11.04%
رومانيا	7	5.51%	8	9.27%
البحرين	4	3.66%	4	6.08%

الاردن	5	1.91%	5	3.00%
عمان	7	3.11%	6	2.81%
كزاخستان	2	0.97%	2	1.55%
موريتانيا	1	0.80%	1	1.23%
كرواتيا	1	0.41%	1	0.65%
سلوفينيا	2	0.73%	1	0.57%
سريلانكا	1	1.03%	1	0.54%
لتوانيا	0	0.00%	1	0.30%
المجموع	117	100.00%	108	100.00%

* Data as of the May, 2018 SAIR (May 18, 2018)

** Simulated pro forma data as of the May, 2018 SAIR (calculation date May 18, 2018, as of date June 1, 2018)

Source: MSCI (June 2018) A, Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Kuwait Index: Potential Reclassification from Frontier to Emerging Markets, p09.

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن التصنيف هذه الأسواق سيعود بالإيجاب على بقية الأسواق المكونة للمؤشر، والتي سيرتفع تمثيلها، ما لم يتم ترقية أسواق جديدة من فئة الأسواق المستقلة أو تخفيض تصنيف أسواق أخرى من فئة الأسواق الناشئة، وتقدر القيمة السوقية للأسهم الحرة لشركات الكويتية المرشحة للانضمام إلى MSCI للأسواق الناشئة بـ 2,2 مليار دولار، في حين كانت القيمة السوقية الحرة لشركات 17 المدرجة في مؤشر الأسواق الحدودية حوالي 2,5 مليار دولار، ويعود هذا الانخفاض لارتفاع معايير الإدراج في فئة الأسواق الناشئة، فعند المراجعة بهدف الترقية إلى فئة الأسواق الناشئة (MSCI, June 2018 B, p 01)، يرتفع الحد الأدنى المطلوب للقيمة الرأسمالية لشركات إلى 1594 مليون دولار (ضعف المطلوب للأسواق المبتدئة)، ويرتفع الحد الأدنى للأسهم المتاحة للتداول إلى 797 مليون دولار (ما يزيد على 11 ضعف المطلوب للأسواق المبتدئة)، ويرتفع الحد الأدنى لنسبة الأسهم المتداولة فعلا إلى 15% (سنة أضعاف المطلوب للأسواق المبتدئة):

الجدول رقم (04): القيمة السوقية الحرة لشركات الكويتية حسب الفئة التي تنتمي لها

الوحدة: مليون دولار

الشركات الكبيرة	الشركات المتوسطة	الشركات القياسية	الشركات الصغيرة	كل الشركات	عدد الشركات	حسب مؤشر الأسواق الحدودية
03	06	09	08	17	عدد الشركات	حسب مؤشر الأسواق الحدودية
15 ,734.35	6 ,385.71	,120.0622	,097.133	,217.1825	القيمة السوقية الحرّة	حسب مؤشر الأسواق الناشئة
03	03	06	07	13	عدد الشركات	حسب مؤشر الأسواق الناشئة
15 ,734.35	4 ,221.95	,956.3019	,865.662	,821.9622	القيمة السوقية الحرّة	

Data as of April 23, 2018

Source: MSCI (June 2018) A, **Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Kuwait Index: Potential Reclassification from Frontier To Emerging Markets**, p06.

وفيما يلي قائمة الشركات الكويتية 13 المرشحة للانضمام الى MSCI للأسواق الناشئة:

الجدول رقم (05): مواصفات الشركات الكويتية لمحتتمل ادراجها في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة

الوحدة: مليون دولار

القيمة السوقية الاجمالية لشركة	القيمة السوقية للأسهم المتاحة لتداول	فئة الشركة	
,13215	,4157	Standard	بنك الكويت الوطني
,90310	,3435	Standard	بيت التمويل الكويتي
,9545	,9772	Standard	شركة الاتصالات المتنقلة
,7803	,1341	Standard	بنك بويان
,7003	,3402	Standard	اجيليبي

المباني	Standard	,1072	,1061
هيومن سوفت القابضة	Small Cap	,6081	885
بنك وربة	Small Cap	810	397
بنك الكويت الدولي	Small Cap	764	374
ميزان القابضة	Small Cap	747	299
مجموعة الصناعات الوطنية	Small Cap	707	495
الامتياز للاستثمار	Small Cap	483	314
الاستثمارات الوطنية	Small Cap	293	102

Data as of April 23, 2018

Source: MSCI (June 2018) A, Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Kuwait Index: Potential Reclassification from Frontier To Emerging Markets, p06.

6. خاتمة:

نظرا لارتباط المستثمرين الأجانب بالمؤشرات العالمية وخاصة المؤسسات الأجنبية، التي تحاول محاكاة هذه المؤشرات في بناء محافظها المالية، سعت العديد من الأسواق المالية الدخول الى هذه المؤشرات للاستفادة من تدفقات استثمارات المحفظة المرتبطة بها، ونظرا لتفاوت درجة تطور الأسواق المالية فيما بينها، توجد ثلاثة تصنيفات للأسواق المالية، أيسرها شروطا تتمثل في فئة الأسواق الحدودية، والتي تعتبر بمثابة الجيل القادم من الأسواق الناشئة، ولقد تمكنت العديد من الأسواق المالية الوصول الى فئة الأسواق الناشئة، بعدما كانت جزءا من مؤشر الأسواق الحدودية لسنوات عديدة، ولذا خلص هذا البحث الى النتائج التالية:

- تتميز الأسواق الناشئة بمتطلبات أكثر صرامة بالمقارنة مع الأسواق الحدودية؛
- تمر الأسواق الحدودية بالعديد من المراجعات قبل أن يتم إعلان قرار ترقيتها لمستوى الناشئة؛
- ان رفع تصنيف بعض الأسواق المالية إلى فئة الأسواق الناشئة عاد بالإيجاب على السوق المالي الكويتي الذي ارتفع تمثيله في المؤشر.

- واستنادا على ما تقدم أعلاه، يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي تمكن السوق المالي الكويتي من الاستفادة منها بهدف الترقية لفئة الأسواق الناشئة وفق مؤشر MSCI:
- العمل على تنفيذ المزيد من الإصلاحات التي من شأنها تحسين البيئة الاستثمارية لسوق، وبالتالي جذب المزيد من المستثمرين الأجانب لسوق؛
 - عدم سن قوانين جديدة التي من شأنها الحد من دخول المستثمرين الأجانب؛
 - عقد مشاورات مع مؤسسة مورجان ستانلي، تقوم من خلالها هيئة السوق المالي الكويتية بشرح أهم الإصلاحات التي قامت بها، وتبسيط الضوء على الأجزاء التي لم تتم معالجتها بعد؛
 - الاتصال بالأسواق المالية العربية الأخرى التي تمت ترقيتها لفئة ناشئة من اجل الاستفادة من تجربتها وتفادي الأمور التي أخرجت عملية تصنيفها.

7. قائمة المراجع:

أطروحات:

- رشيد بوكساني (2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- سامية يطاري (2004)، أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- Adnan Sardouk&Cedric Dorant (2015),Market Challenges Faced by Multinational Corporations in Frontier Markets: The Case of Lebanon,Final Assignment for Master Degree in Business AdministrationLevel,Gävle University, Sweden.
- YanitsaSergeevaKazantseva (2013), Franchising in Frontier Markets. Case Study: Bulgaria, Master thesis, University Wien.

مصادر أخرى:

- Andrew Howell and Erik Hegedus (2008), Investing in Frontier Markets, Citi Investment Research, Citigroup Global Markets Inc.
- James kee (2015), benefits, risks and current event of International and alternative investment, South Texas Money Management®, Ltd.
- Rahwa Senay (2015), Introduction to Frontier Markets, Investment Research, Lazard Asset Management LLC.
- Stephen Casciano, (2014), UAE and Qatar Enter the MSCI Emerging Markets Index: A Guide to the Rebalance Trade, Benchmark Changes and Trading Environment, Credit Suisse Index Analysis.
- Acadian Asset Management LLC (2016), Pakistan To Return to Emerging Markets, London.
- MSCI Emerging Markets Index Adjustments (2017), Market Update, Lazard Asset Management LLC.
- FTSERUSSELL 2014, Frontier Markets: Accessing the next frontier.
- MSCI (June 2016), Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Argentina Index: Potential Reclassification from Frontier to Emerging Markets.
- MSCI (June 2018) A, Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Kuwait Index: Potential Reclassification from Frontier to Emerging Markets.
- MSCI (June 2018) B, market classification framework.
- MSCI (March 2018), Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Argentina Index: Potential Reclassification from Frontier to Emerging Markets,
- MSCI (may 2018), Frontier Markets Index.
- MSCI Barra (2007), Consultation on the Potential Creation of Frontier Markets Indices.
- MSCI Barra (2008), Emerging Markets: A 20-year Perspective.

مواقع الكترونية:

- مؤمنة فاعور، 2,2 مليار دولار القيمة السوقية للأسهم الحرة لشركات الكويتية المرشحة للانضمام إلى MSCI للأسواق الناشئة، الموقع الاخباري CNBC Arabia، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 21 جوان 2018، من الرابط:

<https://www.cnbcarabia.com>

- الموقع الاخباري CNBC Arabia، الأسهم السعودية تنضم لمؤشر "MSCI" للأسواق الناشئة، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ: 21 جوان 2018، من الرابط:

<https://www.cnbcarabia.com/news/view/42015/>

- موقع مؤشر مورغان ستانلي كايبتال إنترناشيونال:

<https://www.msci.com/indexes>

ⁱ السوق المالي الأردني كان اول سوق يتم تخفيض تصنيفه من فئة الأسواق الناشئة لينضم الى فئة الأسواق الحدودية في 2008 بسبب انخفاض السيولة فيه.

ⁱⁱ Gulf Cooperation Council: Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar and the United Arab Emirates

ⁱⁱⁱ تم اعادة تصنيفها الى فئة الاسواق المستقلة في جوان 2011، بسبب التدي في سيولة السوق.

^{iv} وزن السوق حسب احصائيات مارس 2018، كما ان أوزان الأسواق في تغير مستمر.

^v عند انشاء مؤشر مورغان ستانلي كايبتال انترناشيونال للأسواق الناشئة MSCI Emerging Market Index(EM) منذ عام 1988 كان يتكون في البداية من عشرة أسواق تتمثل في: المكسيك، الأرجنتين، البرازيل، شيلي، الأردن، ماليزيا، تايلند، الفلبين، اليونان والبرتغال والتي تزامنت مع فتح أسواقها المالية للمستثمرين الدوليين، وكانت تمثل أقل من 1% أي 38.4 مليون دولار من رصمة السوق العالمية آنذاك وتغطي حوالي 269 شركة، انظر الى: (MSCI Barra, 2008, p 20)